

世界経済の回復は続いているが、そのペースは引き続き緩慢で一段と脆弱になっている。前回の「世界経済見通し」以後、世界の資産市場でボラティリティが再燃し、先進国・地域は成長の勢いを一部失った。また新興市場国・地域及び低所得国への逆風が続いている。さらに、複数の経済以外を理由とした緊張が経済活動を脅かしている。こうした情勢により、我々は2016年・2017年の経済成長のベースライン見通しをさらに広範囲で引き下げたが、これらは同時に、ベースラインと異なる不都合な結果が生じること、しかもその可能性がより高いことを示唆している。

経済のファンダメンタルズの全体像にこうした暗雲が立ち込める一方で、本報告書執筆時点で、先進国・地域の金融市場は2016年はじめの停止が部分的に反転している。公表されたデータによると一部改善が見られ、原油価格がより高い水準で安定し、中国からの資本の流出が減少した。さらに、主要中央銀行による全ての決定がセンチメントの改善に寄与した。こうした展開は、今後2年間の成長は、2-3カ月前の予想には届かないものの、2015年より若干上昇するとして我々の中核的な見通しと一致している。しかし、こうした結果は「確実」から程遠い。下振れリスクは依然として大きく、こうしたリスクが一段と顕著になるような事例が発生すれば金融の混乱が再発することもありうる。

ではここでいうリスクとはなんだろうか。純粋な経済リスクのなかで重要なのは、金融の混乱の再燃で、これが自己確証的な負のフィードバックループで信認と需要を損なうことである。資産価格は最近回復したものの、最新の「国際金融安定性報告書」が示すように、米国、欧州、日本の金融環境は2014年中ごろからタイト化の傾向にある。

さらに、先進国・地域以外で金融環境は一段とタイト化している。本「世界経済見通し」第2章のテーマである、新興市場国・地域からの正味の資本流出の増加により、これらの国や地域の通貨が一段と下落し、結果としてバランスシートにマイナスの影響を及ぼしかねない。一連の悲観的な見方に加え、市場はマクロ経済政策発動の余地が限定

できだと認識している。こうした懸念が残っており、特に新興市場及び途上国・地域にとり重要となっている。

購買力平価ベースで世界最大の経済国となった中国は、消費とサービスに軸足を置いたより持続可能な成長への、画期的だが複雑な移行の過程にある。最終的にこのプロセスは中国及び世界双方の益になろう。しかし、同国の世界貿易における重要な役割を踏まえれば、その過程で遭遇するであろう問題は、特に新興市場及び途上国・地域に大きな波及的影響を及ぼす可能性がある。

緩慢な成長が長期化している。これにより長期間残る傷跡がもうひとつのリスクである。この影響が潜在GDPを低下させ、これにより消費と投資が減少する可能性がある。経済見通しの連続した引き下げは、世界経済のスピードが失速し広範かつ長期的なスタグネーションに落ち込むというリスクをはらんでいる。

以上に加え、政治的、地政学的あるいは自然現象に起因する幾つかの圧力も存在する。米国と欧州では政治議論がますます内向きになっている。その原因は複雑だがこうした原因が所得格差の拡大や構造的シフトを反映しているのは確かである。その一部はグローバル化に関連しているが、これは市民を置き去りにした経済の上流階層に都合が良いものだと認識されている。テロへの恐怖も影響している。結果として、一段と保護主義的な政策など国家主義的な政策に依拠するようになるかもしれない。

イギリスでは、欧州連合加盟について問う国民投票が6月に予定されているが、これが既に投資家に不確実性をもたらしている。「Brexit(脱EU)」は、既存の貿易関係を混乱させるなど地域レベル・世界レベルで深刻なダメージをもたらすかもしれない。さらに欧州の政治的緊張を高めているのが、主に中東からの大規模な難民の流入という悲劇である。言うまでもなく、難民流入のかかなりの割合が、暴力的な過激派や宗派間の衝突に端を発している。これは難民の母国経済に壊滅的な打撃を及ぼしその近隣諸国を脅かす要因となっている。さらに、気候変動など自然現象を

原因とした人々の移動もある。現在のエルニーニョによる大洪水や深刻な旱魃は、広く新興市場国及び低所得途上国で貧困を悪化させ、人々が移動せざるを得ない状況を作り出している。

こうしたリスク以外についても、4月の「世界経済見通し」は、現在のベースラインシナリオ下で世界経済の成長が一段と弱まっていると指摘している。その主な原因として、需要、特に投資需要が、交易条件が大幅に悪化した一次産品輸出国・地域をはじめ世界的に依然として弱いことが挙げられる。中国のリバランス(再調整)のプロセスにより世界の投資の伸びがかなり減少している。また総じて世界の成長見通しを巡る不確実性が高まったことも要因である。転じて、資本及び中間財が果たす役割が重要であることから、弱い投資需要が国際貿易の成長の減速と関連している。

新興市場、そして特に低所得一次産品輸出国は、その輸出ベースの多様化を実現するまで成長の回復に苦心するだろう。これは時間を要するプロセスとなるだろう。原則的に、一次産品輸出国・地域の交易条件の損失は、対照的に輸入国の利得となるが、実際のところ現時点においては生産者サイドへのマイナスが支配的のようだ。こうした前例がなかったわけではなく、チャールズ・P・キンデルバガーは1973年の著書「大不況下の世界 1929-1939」で、1920年代の一次産品価格のデフレーションの同じようなダイナミクスについて記している。「ここでの見解は、対称性は学者の研究では定着しているが、実際の世界では難しいということだ……消費国は、最終的にその実質所得が上昇したことを実感し消費を拡大するかもしれない。一方で、第一次産業の生産者は待つことができない」。本「世界経済見通し」の第1章が指摘しているように、政策金利がゼロ近傍にある一次産品輸入国は、一次産品価格安の収入へのプラスの影響がさらに弱まることになる。

より大きな下振れリスクという負担がかかり経済見通しが低下したことにより、当面の成長を保護し潜在GDPを促進する健全な政策の強化及び延長がますます重要になっている。デフレ圧力を前に、必要に応じて非伝統的な措置を追加的にとるなど、金融政策は引き続き緩和的でなければならぬ。しかし金融政策は現下の試練に対応する

全負担を背負うことはできない。直接供給と需要を押し上げる他の政策で支える必要がある。

多くの国でインフラ投資が必要だが、実質金利が極めて低いという環境においてこれは魅力的であろう。財政に余力のある国は、早急にこれを利用すべきである。最新の「財政モニター」が指摘するように、研究開発活動を促す公的措置が産出高を押し上げることができる。同時に、本「世界経済見通し」の第3章が示すように、製品市場及び労働市場の構造改革は、短期的にも産出高の押し上げに効果的で、これを財政政策で支えればなおさらである。税制改革は、予算が中立的な場合でも、十分にターゲットを絞り込めば、労働参加を改善し社会的な結束を高めながら、需要を創出することができる。金融の安定性のみならず、財政金融政策の伝播も、銀行の帳簿上の不良資産の一掃といったさらなる金融改革により、さらに強化されよう。

こうした措置は早急にとるべきだが、各国は下振れリスクが現実化した際に今後発動する共同措置の設計でも協力すべきである。一連の需要サイド・供給サイドの政策は、各国間に広がる生産へのプラスの波及的効果により、より多くの効果を期待できよう。政策担当者は既に緊急措置を設計することができるかもしれない。

さらに、国際金融セーフティネット及び国際的な規制制度の強化での協力は、強靱な国際通貨金融制度の中核をなす。一部の経済以外の理由によるリスクも同様に公共の益に問題をもたらすが、2015年12月の気候変動に関するパリ協定にならない、国際協力で解決可能である。

現下の低下した見通しとこれに関連する下振れリスクの可能性を踏まえれば、即時の対応が必要である。各国の政策担当者が、直面している共通のリスクを明確に認識しその準備に向け協働するならば、世界の信認へのプラスの効果は相当大きくなる可能性がある。これにより、ベースライン下でのより力強い成長の実現と、回復の頓挫に備えた保険という結果を手にすることができよう。

モーリス・オプストフェルド  
経済顧問

## 要旨

2016年の世界経済の成長率のベースライン見通しは、昨年からの概ね変化はなく、3.2%と控えめになる見通しである。これは、2016年1月の世界経済見通し(WEO)改訂見通しからの0.2パーセントポイント下方修正となっている。主に、ストレス下にあった国や地域の状況が徐々に正常化をはじめることから、新興市場及び途上国・地域が原動力となり2017年以降回復は力強さを増す見込みである。しかし不確実性が増しており、一段と弱い成長というシナリオのリスクが一段と明らかになってきた。脆弱な経済環境により、成長を促進し脆弱性を管理するための幅広い政策対応がこれまでに以上に火急の課題となっている。

金融の混乱が増すなか、世界経済の回復は一段と弱まった。先進国・地域では、2015年の終わりにかけ経済活動が軟化し、一部の主要新興市場国・地域にかかるストレスが軽減する兆しは見えなかった。こうした逆風に加え、10年に及ぶ力強い与信と投資の伸びを経た後、中国がより均衡ある成長軌道にシフトしており、この過程におけるそれまでの過剰の解消が世界的に及ぼす影響が懸念される。さらに、他の主要新興市場国・地域では、一次産品価格の下落などによる混乱の兆しが見られた。リスク回避が高まり、政策余地の欠如に対する懸念が高まるなか、2016年はじめにリスク資産の評価及び原油価格が急激に下落した。しかし、2月中旬には市場のセンチメントが改善を始め、3月末までには市場の評価は、同年はじめに失った分ほとんど或いは全部を回復した。

予測される2016年の世界経済の成長の大半を、引き続き新興市場及び途上国・地域の成長が占めるが、その一方で、これらの国々の見通しにはばらつきがある。さらにこれまで20年間と比べると総じて弱い。なかでも、ブラジルやロシアなど一部の主要新興市場国・地域は、依然として深刻な景気後退から抜け出せないままである。また原油輸出国数カ国を含めた他の国や地域は、交易条件が急激に弱まり対外金融環境がタイト化するなかで困難なマクロ経済環境にある。中国及びインドの成長は、概ね見通し

通りだが、貿易の伸びは目に見えて減速している。貿易の減速は、新興市場国・地域の投資の伸びの減少と関連している。これは中国のリバランス(再調整)を反映したもののだが、これだけではなく、一次産品輸出国、なかでも困難なマクロ経済状況にある国々の投資の急激な縮小も反映している。

先進国・地域の成長は、2015年と同様に控えめと予測される。人口動態の不利なトレンド、生産性の低い伸び、そして世界金融危機の遺産が、経済活動のより力強い回復を阻んでいる。極めて緩和的な金融政策及び原油安が内需を支えるだろうが、依然として弱い外需、及び特に米国での一層の通貨高と幾分タイト化した金融環境が、回復の重石となるだろう。ユーロ圏については、一部の国が大幅な過剰債務を抱えるなか、インフレ期待の不安定化リスクが懸念される。

2017年の成長率の改善(3.5%)とそれ以降の見通しは、先進国・地域の成長は、潜在成長率の弱まりに比例し控えめにとどまると考えられることから、新興市場及び途上国・地域の成長率の上昇にひとえにかかっている。こうした予測される結果は、いくつかの重要な想定に立脚している。

- 現在ストレス下にある複数の国や地域の状況の漸次的正常化
  - 中国経済のトレンド成長率は過去20年より低いものの引き続き高い状態を保った状態での、中国経済のリバランスの成功
  - これまでより控えめではあるものの、一次産品輸出国の経済活動の回復
  - 他の新興市場及び途上国・地域の頑健な成長
- 現在の環境では、成長の弱まりというリスクが一段と顕著になってきたことから、この中核的シナリオが現実となる可能性は弱まっている。
- 2015年後半を通し先進国・地域全体で経済活動が鈍化し、資産価格の下落とスプレッドの拡大により金融

環境がタイト化した。こうした状態が続けば、需給ギャップのマイナスが長期化し過度の低インフレを伴うスタグネーション・シナリオのリスクを伴いながら、さらに成長が弱まるかもしれない。

- 新興市場国・地域のストレスは、国内の脆弱性も反映しさらに上昇するかもしれない。たとえば、通貨安が一段と進めば、企業のバランスシートがさらに悪化し、資本流入の急減が内需の急速な圧縮を強いるかもしれない。
- 原油安の長期化が、原油輸出国の見通しをさらに不安定化させるかもしれない。大幅なバッファを備えている国もあるが、これらは減少しており、既に急激に支出を削減しなければならない国もでてきている。
- 中国のリバランスが、ベースラインシナリオの想定ほど円滑に進まない可能性もある。中国が現見通しより急速に減速した場合、貿易、一次産品価格、そして信認を通し国際的に大きな波及的影響をもたらすかもしれない。さらにこれにより、世界経済の減速が一段と広がりかねない。これにより今後の歳入見通しがさらに削減された場合はなおさらである。
- 地政学的紛争、政治的不和、テロ、難民の流入、あるいは世界的な伝染病などに関連した経済以外を理由とするショックが、一部の国や地域にのしかかっている。これに対応しなければ、世界の経済活動に大きな波及的影響を及ぼすかもしれない。

上振れリスクとしては、最近の原油価格の下落が、消費者が価格がより長期にわたりより低くとどまると認識する可能性などから、原油輸入国の需要を現在想定している以上に力強く押し上げるかもしれない。次項で論ずるように、需要と供給の可能性を高めるより積極的な政策措置も、短期・長期的に一段と力強い成長を促すかもしれない。またこれは、金融市場の信認の強化に寄与し、株価の回復と金融環境の直近のタイト化の解消を意味するかもしれない。

脆弱な経済環境により、潜在GDPを促進し脆弱性を管理しながら短期的成長を保護する広範な政策対応の緊急性が増している。

- **成長の強化。**先進国・地域では、より高く持続可能な成長のために、相互補強的な(1)構造改革、(2)緩和的な金融政策の継続、(3)財政支援—調整が必要な国や地

域では成長を促す財政政策、余力を備えている国や地域では財政刺激策—といった3本柱からなるアプローチが必要である。供給サイドでは、改革の短期的影響・中期的影響両者を考慮した、各国の状況を反映した現実的な構造改革計画の実施が、包括的な戦略における重要な要素である。財政刺激を伴う改革(たとえば、労働に対する税の楔を減らし労働市場の活性化を促す政策への支出を拡大する)や製品市場及びサービス市場への参入の障壁を軽減するといった改革などが、現局面において最も有意かもしれない。というのは、これらは信認を高め将来の収入に対する期待を改善するだけでなく直接短期的需要をある程度支えることができるからである。需要サイドでは、需給ギャップがマイナスでインフレが極めて低いところでは、緩和的な金融政策が引き続き不可欠である。しかし、歴史的に低金利のなか、成長の促進を確保するためにはより包括的な戦略が必要である。金融政策は、特にユーロ圏で金融政策の伝播を改善し秩序あるレバレッジ解消を確保するとともに、与信を支え金融部門のリスクを封じ込めるために、民間部門のバランスシートの修復を加速化させる協調的取り組みにより補完されなければならない。必要に応じ財政余力があるところでは、今後の生産能力の促進と需要を支えるための構造改革の資金手当てに焦点を当てた、短期的な財政政策による支援の強化が成長の刺激となるはずである。

- **耐性を維持する。**新興市場及び途上国・地域の政策担当者は、マクロ経済と金融の脆弱性を軽減し、生産性向上のための改革などを通し耐性を再構築すべきである。一次産品輸出国・地域のなかには、一次産品価格下落への調整の円滑化で財政のバッファの効果を期待できるところもある。しかし、一次産品関連の歳入の減少の長期化に対応するための財政調整計画、及びより多様化が進んだ新成長モデルの計画の策定が重要であろう。その他の国や地域では、金融の緊張により段階的な調整を行う余地が制限されるかもしれない。可能などころでは、為替相場の柔軟性も、負の交易条件ショック緩和のために利用すべきだろう。しかし、通貨安の民間部門・公的部門のバランスシート、及び国内のインフレへの

影響は、十分に監視する必要がある。長期計画を支える財政政策の枠組みの構築が、負のショックに対応するための支出のより円滑な調整が可能になることから、耐性の構築に寄与するだろう。一次産品輸入国・地域では、全ての利得を確保すべきかどうかは、経済の余剰能力の度合い、財政余力の有無、そして国のニーズ次第である。なかでも、こうした利得は、重要な構造改革あるいは成長を強化するための支出のための資金を確保する機会を提供するかもしれない。

同時減速の恐れ、既に大きな下振れリスクの一層の上昇、そして多くの国や地域の政策余力が限定的であることから、世界経済の回復のこの重要な局面において、成長を促しリスクを封じ込めるための野心的な多国間の措置が必要である。

- *国際的な政策対応*。成長が大きく不足することで世界経済が再度景気後退に陥る危険がある場合は、一体となったマクロ経済政策対応が必要になるだろう。主要国・地域の政策担当者は、世界的な下振れリスクが現実になる兆しが確認できた場合に迅速に導入可能な、追加的政策措置を積極的に特定すべきである。

- *国際金融セーフティネット及び監視の強化*。一次産品輸出国・地域及び力強いファンダメンタルズを備えつつショックへの影響を受けやすい新興市場国・地域が直面している長期化する恐れのあるリスクに対処するためには、国際金融セーフティネットの改革を検討する必要があるかもしれない。また、早急に規制改革計画を補完しこれを実施する必要性が、国際レベルで残っている。
- *経済以外のショックの波及的影響を封じ込める*。現在、一部の国がこうした波及的影響を最も受けている。これらの国では、こうした問題に対処する能力に限られている場合が多く、そのための予算もほとんどない。世界レベルの協調的なイニシアティブを立ち上げることで、これらの国々の取り組みを支えることができよう。このアプローチでは、波及効果の影響を受けるリスクにある国々が資金を抛出し、IMFをはじめとする国際機関などが、こうして抛出された資金が、確実に金融支援を最も必要としているところに行き渡るよう、最善の支援手段を新たに検討することになる。